



PPP项目资产离岸 证券化理论与实践

Theory and Practice Issue Asset-
Backed Security of PPP Project Offshore

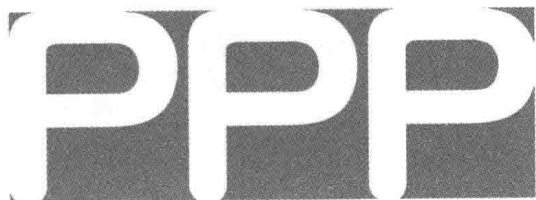
范拓源 / 著

双SPV交易结构设计PPP+ABS新模式
挖掘PPP项目资产大规模融资新优势
依托香港人民币离岸中心整合全球资本市场



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



PPP项目资产离岸 证券化理论与实践

Theory and Practice Issue Asset-
Backed Security of PPP Project Offshore

范拓源 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

PPP 项目资产离岸证券化理论与实践/范拓源著. —北京: 经济管理出版社, 2018.3

ISBN 978-7-5096-5548-1

I. ①P… II. ①范… III. ①政府投资—合作—社会—资本—研究—中国 IV. ①F832.48
②F124.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 313432 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 范美琴

责任印制: 黄章平

责任校对: 陈 颖

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 玉田县昊达印刷有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 17.25

字 数: 290 千字

版 次: 2018 年 3 月第 1 版 2018 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-5548-1

定 价: 98.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前言

我国有超过 1.3 万个 PPP 项目，通过物有所值评估将分散的基础资产打包与分层，可以消除单个资产的异质性风险，降低证券价值信息敏感度。通过设计双 SPV 交易结构实现真实出售和破产隔离，发挥自贸区政策创新和香港人民币离岸金融中心优势实现 PPP 项目资产离岸证券化，发展潜力巨大，也需要系统深入研究。

本书采用逻辑演绎和实证研究相结合的方式，得出以下主要结论：一是我国上万个 PPP 项目涵盖 19 大领域，但前 5 大领域占比为 50%，相对集中度较高，容易组建高质量资产池和资产包；设计双 SPV 交易结构实现 PPP 项目资产真实出售、破产隔离，在国际资本市场发行资产支持证券，符合国际惯例。二是在香港地区设立特殊目的载体，具有税收、资讯、操作便利等优势。香港信托、香港公司、香港基金都适合做 PPP 项目资产离岸证券化特殊目的载体；香港资产支持证券发行有债券、银行理财产品、基金、港交所上市产品等多种发行途径，有人民币挂钩结构化产品、各类基金、港交所公募产品、点心债、内保外债等多元化产品，适合多元投资主体 PPP 项目资产证券化需求。三是中央和香港特区政府达成的制度安排和政策，沪港通、深港通和基金互认机制提供便利，全口径跨境融资、双向资金池等各类创新提供了系列操作工具。

本书的创新点主要体现在：基于资产证券化原理，探索物有所值评估分割重组基础资产组建高质量 PPP 项目包方式；探索设计双 SPV 交易结构实现政府和私人部门合作项目的真实出售、破产隔离模式；基于香港地区英美法系与大陆法系的不同，探索了内地与香港地区合作的特殊目的载体设计新模式；基于离岸证券化交易结构，基于自贸区发展和香港人民币离岸金融中心建设，探索了资金管理及跨境流通合法合规方式。

目 录

第一章 PPP 资产离岸证券化的必要性和可行性	1
第一节 PPP 资产离岸证券化的必要性和价值	1
第二节 研究的可行性	10
第三节 相关概念界定	13
第四节 研究思路与研究方法	17
第五节 主要创新点	18
第二章 PPP 资产证券化的发展现状	21
第一节 我国 PPP 项目发展现状	21
第二节 我国资产证券化的发展现状	34
第三节 我国 PPP 项目资产证券化探索	38
第三章 PPP 项目资产分析	55
第一节 PPP 项目基础资产	55
第二节 PPP 项目效益评估	61
第三节 资产分割重组打包	69
第四节 资产包估值	73
第四章 PPP 项目资产离岸证券化交易结构设计	77
第一节 PPP 项目资产离岸证券化的关键环节及流程	77
第二节 真实出售	81
第三节 双 SPV 交易结构	85

第四节 境外 SPV 组建	91
第五节 信用增级	101
第五章 PPP 项目资产支持证券离岸发行	109
第一节 PPP 项目资产支持的人民币债券发行	109
第二节 PPP 项目资产支持理财产品香港发行	119
第三节 PPP 项目资产支持基金发行	121
第四节 PPP 项目资产港交所证券发行	124
第五节 资金跨境流通	128
第六章 PPP 项目资产离岸证券化风险管理	141
第一节 PPP 项目资产离岸证券化风险的主要类型	142
第二节 资产风险控制	146
第三节 优化交易结构	147
第四节 规范权利关系	149
第五节 其他风险控制措施	151
第七章 结论与展望	155
第一节 主要结论	155
第二节 研究展望	156
附件 1 PPP 项目立项文件	159
附件 2 相关法规	169
附件 3 金砖国家政府和社会资本合作良好实践	173
附件 4 世界银行《2017 年版 PPP 合同条款指南》简化版	179
附件 5 政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引	221
附件 6 上海证券交易所政府和社会资本合作 (PPP) 项目资产支持证券信息披露指南	227

附件 7 深圳证券交易所政府和社会资本合作 (PPP) 项目资产支持证券挂牌条件确认指南	237
附件 8 深圳证券交易所政府和社会资本合作 (PPP) 项目资产支持证券信息披露指南	243
附件 9 关于规范政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台项目库管理的通知	253
附件 10 关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知	257
参考文献	261

第一章

PPP 资产离岸证券化的必要性和可行性

第一节 PPP 资产离岸证券化的必要性和价值

一、PPP 资产离岸证券化的必要性

1. 资产离岸证券化符合国际惯例可以激发 PPP 活力

“十三五”时期我国面临复杂多变的国际、国内经济环境，经济下行压力进一步加大，多项改革步入深水区，改革成功与否关系着我国的经济命脉和国运。在深化改革过程中，如何激发社会资本投资活力是个重要而又棘手的问题，2016 年国内社会投资增速已下滑至 3.2% 的历史低位。国务院于 2017 年 1 月陆续出台多项政策，在新型城镇化建设、收费公路等项目中积极推进 PPP 模式，同时建立了“一带一路”PPP 工作机制，鼓励和帮助中国企业“走出去”，多措并举扩大社会资本投资范围，寄希望于 PPP 机制引导社会投资与国家重大战略项目结合起来，激发社会资本投资活力。但在实践中，PPP 项目落地较少，与中央期待差距较大，主要原因是 PPP 项目既不能单独适用市场规则也不能单独适用政府规则，政府与社会资本利益目标协调难度大，契约存在不完全性，项目实施存在较多不确定性。PPP 多为具有一定自然垄断特性的公共产品领域项目，调整机制不完善，风险分配不合理，资产专用性强，定价不精准，融资难、融资贵等问题都阻碍了 PPP 机制的应用与推广。债券市场是 PPP 项目融资的第一大市场，2017 年我国大力推行 PPP 项目资产证券化，但受金融系统风险等因素影响，大规模发展

PPP 项目资产支持专项计划会受到若干制约,短期内无法成为融资“主力军”,需要同时开辟离岸资产证券化市场。在西方发达国家,设备设施、有价证券组合等资产都可以发行资产支持专项计划融资。虽然我国企业经营性资产、应收账款等资产已积累到一定规模,但预期现金流的稳定性达不到资产证券化标准,不容易在国际资本市场发行资产支持专项计划。因此,根据离岸资产证券化的结构特点和国际资本市场上投资者对我国项目相对审慎的风险偏好,需要“选择重点资产类别”。我国 PPP 项目大部分是交通、基建及环保等相关领域项目,公共产品属性资产与当地经济社会发展息息相关,而且无法搬移,同时 PPP 项目一般为政府所建,具有政府信用,同时具有稳定的现金流收入,容易被国际资本市场投资者接受和购买,因此,PPP 项目资产适合离岸证券化融资。资产证券化发达国家和地区,证券化的资产种类繁多,可以解决大规模 PPP 项目融资难等问题,可以充分激发 PPP 活力,调动地方政府、国有企业和民营企业积极性,有效缓解地方政府债务风险,化解大型国企债务集中爆发的风险。

2. PPP 项目资产离岸证券化可行且优势明显

南美、亚洲等新兴市场国家的基础设施资产支持专项计划普遍是先部分在国际市场融资,待国内市场成熟后再国内操作发行的演变历程。PPP 项目资产离岸证券化可以分为国内资产、境外资产证券化两类。国内资产境外证券化的交易,一般是将国内资产出售给境外设立的特殊目的载体 (SPV),再由其向境外投资者发行资产支持证券。该模式对资产本身要求较高,要求国内的资产质量优良,信用级别较高,其优点是可以充分利用国际资本市场充裕而且低成本的资金,其缺点是操作相对复杂,交易风险相对较高。容易离岸发行证券的境外资产主要有:境外基础设施资产、出口贸易产生的应收账款、服务外包等境外购买服务产生的应收账款等,信用评级较高,融资周期相对较短,融资成本相对较低。

PPP 项目资产离岸证券化具有低成本优势。境内和境外的融资成本价差很大,我国企业青睐于境外融资。香港联贷市场是我国企业境外融资的重要交易来源,占香港融资额度的 40%左右。通过发行人民币存款证等方式融资,其票面利率取决于抵押品和担保,一般而言,有项目资产做抵押在香港的三年期融资成本为 2.5%~3.0%。而在国内,中国人民银行规定 1~3 年贷款利率为 6.65%,3~5 年贷款利率为 6.9%。我国民营企业在国内普遍面临银行“惜贷”的困境,房地产企业通过影子银行融资高达 20%甚至更高。在香港联贷市场融资的企业中,大部

分是民营企业，香港拥有充沛的流动性为这些公司提供融资。全球第二大个人电脑（PC）制造商联想集团的控股股东——联想控股，通过旗下南明筹集 2 亿美元的三年期定期贷款。重型机械制造商三一集团也筹集了一笔 1.5 亿~2 亿美元的三年期贷款，食品和奶制品集团光明食品（集团）有限公司联系多家银行进行境外融资，以资助海外收购。除了联贷市场，债券融资、上市融资、发行理财产品融资等各种途径的融资成本也较低，适合需要大规模融资的固定资产或具有稳定现金流的权益类资产开展境外融资。同时，资产离岸证券化可以发行人民币产品，有利于避免汇率波动风险，同时推进人民币国际化进程。

3. 自贸区政策创新为 PPP 项目资产离岸证券化提供系列工具

1973 年国际海关理事会签订的《京都公约》将自由贸易区界定为：一国的部分领土，在进口关税及其他各类税务方面，运入这部分领土内的任何货物都被认为在关境以外，免于实施惯常的海关监管制度。目前，全球已有 1200 多个自由贸易区，其中 15 个发达国家设立了 425 个，占 35.4%；67 个发展中国家共设立了 775 个，占 64.6%。知名度较高的自贸区有：北美自由贸易区、东盟自由贸易区、汉堡自由港、比利时安特卫普港、巴拿马科隆自由贸易区、迪拜杰贝阿里自由贸易区、巴西玛瑙斯自由区、韩国釜山镇海经济自由区等。为进一步深入融合全球垂直生产体系，推进国际贸易，我国批准建设了各类特色自贸区。2013 年 8 月，国务院批准成立中国（上海）自由贸易试验区，涵盖外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区，总面积 28.78 平方公里。2014 年 12 月，国务院决定扩展中国（上海）自由贸易试验区区域范围，涵盖外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区、上海浦东机场综合保税区、金桥出口加工区、张江高科技园区、陆家嘴金融贸易区，总面积 120.72 平方公里。2014 年 12 月，国务院批准设立中国（广东）自由贸易试验区、中国（天津）自由贸易试验区、中国（福建）自由贸易试验区 3 个自贸区。其中，广东自贸区涵盖广州南沙新区片区、深圳前海蛇口片区、珠海横琴新区片区，总面积 116.2 平方公里；天津自贸区涵盖天津港片区、天津机场片区、滨海新区中心商务区片区，总面积 119.9 平方公里；福建自贸区涵盖福州片区、厦门片区、平潭片区，总面积 118.04 平方公里。2016 年 8 月，国务院批准设立中国（辽宁）自由贸易试验区、中国（浙江）自由贸易试验区、中国（河南）自由贸易试验区、中国（湖北）自由贸易试验区、中国（重庆）自由贸易试验区、中国（四

川) 自由贸易试验区、中国(陕西) 自由贸易试验区 7 个自贸区。除此之外, 我国积极推动 WTO 国际贸易规则修订, 推动中国—东盟自由贸易区 (CAFTA), 同时积极签订如中国—新西兰、中国—瑞士等双边贸易协议。美国总统特朗普就职首日宣布退出 TPP, 全球贸易面临更多不确定性, 自贸区创新政策作用日益凸显。

自贸区在金融领域的政策支持主要体现在以下几个方面: 一是企业资金管理创新。中国银行上海市分行、工商银行上海市分行等银行为自贸区内企业开展了跨国公司外汇资金集中运营管理试点业务, 浦发银行、农业银行上海市分行等银行为区内企业开展了跨境人民币双向资金池业务。金融创新帮助企业自主调配境内外资金, 提高跨国公司资金使用效率。二是企业融资创新。自贸区内多家金融机构, 如交通银行、建设银行、招商银行等, 可以为自贸区内企业 and 非银行金融机构办理境外借入人民币业务。三是支付结算创新。银联、快钱等第三方支付机构与商业银行合作开展跨境电子商务人民币支付结算业务, 上海银行、汇丰银行、花旗银行等银行为区内跨国公司办理经常项下跨境人民币集中收付业务, 简化区内企业支付结算流程, 提高支付结算效率。四是金融机构集聚创新。自贸区允许融资租赁公司可以利用自贸区平台和政策优势, 为其开展境外融资租赁业务提供便利。五是存款利率市场化创新, 自贸区率先实现了外币存款利率完全市场化。六是对外直接投资创新。自贸区内股权投资企业跨境投资流程大幅简化, 以备案制替代审批制, 股权投资企业开展跨境股权投资项目较以往极大地缩短了流程时间, 提高了股权投资企业境外投资的效率。

基于上述研究背景, 本书为 PPP 项目资产离岸证券化研究, 基于自贸区政策创新和香港人民币离岸金融中心建设, 研究运用双 SPV 交易结构, 实现真实出售和破产隔离, 通过综合运用香港等国际资本市场、国际免税港离岸发行证券, 降低融资成本, 激发 PPP 项目投资建设活力。

二、PPP 资产离岸证券化的价值和意义

1. PPP 模式可以填补城镇化巨额资金缺口

2020 年, 我国城镇化率达到 60%, 其建设资金缺口高达 42 万亿元。根据《中小城市绿皮书 (2010 年)》预测, 2020 年, 我国城镇化率将达到 60%, 基础设施投资达 20 万亿~30 万亿元, 城镇化与信息化结合投资达 10 万亿元。2016 年, 我国广义基础设施投资 15.2 万亿元, 如果我国 GDP 增长超过 6.5%, 基础设

施建设投资增速须超过 13% 甚至 15%，即需要在 15.2 万亿元的基础上新增 2.0 万亿~2.3 万亿元，再加上 2016 年 1.5 万亿元的资金缺口，2017 年基础设施建设有 4 万亿元左右资金缺口。尽管 20 多年来，我国大力实施城镇化战略，基础设施资本存量年均以 10% 左右的速度增长，但和发达国家的基础设施资本存量差距仍然较大，我国基础设施资本存量与 GDP 的比值约为 0.7，而发达国家的均值为 2，我国基础设施投资还有很大的增长空间。从基础设施建设实践来看，如果 PPP 落地速度加快，专项金融债和基建贷款适度扩张，4 万亿元资金缺口能够填补。近年来，经过社会各界的努力，2017~2020 年进入 PPP 项目落地高峰期，按照平均每季度 5000 亿元的落地速度，平均每两年落地的 PPP 项目达到 4 万亿元^①。同时，2017 年中央保持 3% 的赤字率，地方债新发行规模仍有 1 万亿元左右，这意味着 PPP 项目仍有若干年大规模的扩容空间。

2. 大规模境外投资需要资产离岸证券化融资

2016 年我国首次成为全球绿地 FDI 最大来源，在交易总额中占到 2170 亿美元，几乎是 2015 年的两倍，我国首次成为全球绿地外国直接投资（FDI）的最大来源，占据全球 16.4% 的市场份额，美国过去一直是全球最大 FDI 来源。同时，我国逐步放松境外融资监管。2017 年 1 月，中国人民银行《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》，扩大企业和金融机构跨境融资空间，便利其利用境外低成本资金，降低实体经济融资成本。2016 年，包括银行在内的中资企业在海外发行的美元债券规模达到了 1110 亿美元，远高于 2015 年的 880 亿美元。

美国总统特朗普上任伊始就签批“快速跟踪审批高优先级别基础设施建设项目”，包括 1800 亿美元的铁路公交系统，650 亿美元的港口、机场、水路，1100 亿美元的供水和污水处理系统，1000 亿美元的能源基础设施，以及 200 亿美元的公共和原住民区土地，号称美国版“四万亿”，美国大规模基础设施建设会进一步促进我国企业境外投资。在国际项目建设中，PPP 是缓解财政支出压力的政策和融资工具。随着科技革命重塑国家和社会、政府和市场之间的关系，政府和社会资本之间的相互依赖程度不断加深，基于 PPP 理念的协商共治模式正在形成。我国企业在境外大规模投资，以 PPP 模式参与各类公共产品领域项目建设，是深度

^① 财政部政府和社会资本合作中心：《全国 PPP 综合信息平台项目库第五期季报》，<http://www.cpppcc.org>，2017-02-16。

融入全球垂直生产体系的必然要求，而在项目所在国家和地区就近融资不仅信息透明度高，容易被国际金融市场增信评级，交易周期短、融资成本低。

3. 缓解地方债务压力

多年来，我国地方债务风险持续被社会各界高度关注，一方面，地方政府债务持续增长风险不断增加；另一方面，地方政府不断借贷的同时，闲散资金不断增长，大量资金闲置，主要是由碎片化预算与资金管理导致的。为全面了解债务状况与风险，我国审计署进行了三次针对地方债务的具体审计，其中最近的一次是 2013 年 12 月 30 日的审计，公告^① 数据显示，截至 2013 年 6 月底，全国各级政府负有偿还责任的债务为 20.70 万亿元，负有担保责任的债务为 2.93 万亿元，可能承担一定救助责任的债务为 6.65 万亿元，合计 30.27 万亿元。与 2012 年相比，全国政府负有偿还责任的债务上升 8.57%，其中地方部分上升 13.06% 至 10.89 万亿元，中央部分上升 3.98% 至 9.82 万亿元。地方政府性债务对土地出让收入的依赖程度较高。截至 2012 年底，11 个省级、316 个市级、1396 个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额为 3.49 万亿元，占省、市、县三级政府负有偿还责任债务余额（9.36 万亿元）的 37.23%。报告对 2012 年底全国政府性债务负担状况进行分析，结果表明，全国政府性债务各项风险指标均处于国际通常使用的控制标准参考值范围内，风险总体可控，为存量资产证券化奠定了基础。报告显示，2012 年我国地方债务总额占 GDP 的比重为 39.43%，低于国际通常使用的债务占 GDP 60% 的负债率控制标准参考值。债务总额是政府财政收入的 113.41%，处于国际货币基金组织确定的债务率控制标准参考值范围之内。我国的政府性债务总体上处于可控水平，而政府性债务的风险主要出现在地方政府。在地方债务中，市、县政府占 80% 作用，其中，市政建设、交通运输、土地资源汇集与储备以及低收入者住房占到了 70%，60% 以上是通过融资平台公司操作的。不过，由于过往债务增长迅速，债务管理不力，目前及未来债务偿还压力不断增加，风险也随之增加。同时，目前经济增长放缓，财政收入（包括土地收入）增速下降，支出刚性增长，地方政府所面临的风险正进一步增加。

国务院批转《发展改革委关于 2014 年深化经济体制改革重点任务的意见》明确提出，建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制，剥离融资平台公司政

^① 审计署：《全国政府性债务审计结果》，<http://www.audit.gov.cn>，2014-01-06。

府融资职能。财政部先后印发《财政部关于印发〈地方政府一般债券发行管理暂行办法〉的通知》(财库〔2015〕64号)、《财政部关于印发〈地方政府专项债券发行管理暂行办法〉的通知》(财库〔2015〕83号)、《关于做好2016年地方政府债券发行工作的通知》(财库〔2016〕22号)进一步推进地方政府债券改革,我国地方政府债券从“代发代还”经“自发代还”过渡终于迈向了“自发自还”的新阶段。未来地方政府直接发行一般责任债券将是大势所趋。但短期内,我国资产支持债券无法成为融资“主力军”。《预算法》适度放开地方政府举债权限,为地方举债设定了额度,严格控制地方政府的权限与职能,将地方债务纳入预算管理,受人大监督,融资平台将剥离政府融资功能,将政府债务与企业债务分离,禁止将企业债务转移至政府。《预算法》规范地方政府债务融资体系,却无法解决地方政府债务积累和化解的问题,仅在国内发行资产支持债券无法全部置换地方政府融资平台已经形成的巨额债务,自主发债形式意义大于实际意义。PPP最核心的作用是充分利用市场导向机制,建立如政府引导基金、行业投资基金等以市场导向型管理为特色的新型基金管理机制,有序推进政府与社会资本间的合作,吸引社会资本投资者投资公共产品领域。PPP机制可以对地方政府融资机制进一步优化监管方式,适当引入社会资本,扩大金融资本的作用,激活财政存量资金。PPP机制更重要的作用是提高政府投资效率。深入分析融资与投资就会发现,地方政府所面临的巨大风险存在于投资而非融资领域,如果投资不科学,即使融资减少但风险仍然会持续增长,如果投资科学高效,即使融资规模增加,项目整体风险仍可以得到缓解。因此,提高政府投资科学性远远重要于提高融资监管水平,PPP机制创新投资机制与投资方法可以大大提高投资效率以及专业化运营程度。PPP机制下的地方政府债务大部分沉淀为市政、交通等项目资产,可以资产离岸证券化方式充分利用成熟的国际资本市场融资,缓解地方政府债务压力。

4. PPP项目资产离岸证券化可以有力影响汇率

在强势美元背景下,国际投资需要基本稳定的汇率,即人民币对美元及“一篮子”货币基本稳定,同时相对其他可兑换货币以及整个金融市场基本稳定。2016年末,CFETS人民币汇率指数为94.83,全年下行6.05%。参考BIS货币篮子和SDR货币篮子的人民币汇率指数分别为96.24和95.50,全年分别下行5.38%和3.38%。根据国际清算银行的计算,2016年,人民币名义有效汇率贬值5.85%,实际有效汇率贬值5.69%;2005年7月人民币汇率形成机制改革以来至

2016 年 12 月，人民币名义有效汇率升值 37.34%，实际有效汇率升值 47.14%。2016 年末，人民币对美元汇率中间价为 6.9370 元，比 2015 年末贬值 4434 个基点，贬值幅度为 6.39%。2005 年人民币汇率形成机制改革以来至 2016 年末，人民币对美元汇率累计升值 19.31%^①。人民币汇率波动的主要原因是美元走强。美国总统特朗普推行共和党长期执政政策，采取扩张的财政政策，大幅下调税率，增加国防和基础设施等政府支出。同时，税收优惠等措施能够促进投资、劳动力供给和经济包容性，美国经济将有强劲的表现，通胀会处于更低水平。美国总需求增长加快，经常账户逆差扩大，预示着美国将扩大境外资金借贷，部分借款将用于为联邦财政赤字的扩大提供融资，同时美元加息推动美元利率的快速上升，美元进一步升值，人民币具有一定的贬值空间。美国总统特朗普就职当日没有像媒体预测的那样将我国列为汇率操纵国，说明特朗普团队意识到中美之间有更重大的经济问题要谈判、协商，比如区别对待国内外企业、知识产权纠纷等问题，而是将汇率问题纳入美国与我国商讨解决的贸易和安全问题的长长清单之中。针对汇率问题，我国央行与美国财政部开展多方沟通，根据美国《2015 年贸易便利与强化法》，汇率操纵国的认定有三个标准，我国只符合其中一个标准，而有这样情况的国家有五个，不应给我国贴上汇率操纵国标签。在我国积极争取被欧美承认市场经济主体地位的同时，支持 PPP 项目资产在国际资本市场发行离岸资产支持专项计划，通过规模庞大的 PPP 项目资产融资美元、欧元、日元、英镑等自由兑换货币，有效规避汇率风险，同时，巨量 PPP 项目资产离岸证券化，可以有力影响汇率。

5. PPP 项目资产离岸证券化平衡外汇储备规模

中国人民银行的数据显示，2016 年我国外汇储备规模为 30105.17 亿美元，同比下降 3198.44 亿美元，下降 9.6%，不过，全年下降规模较上年同期少降了 1928.12 亿美元。根据国际货币基金组织关于外汇储备的定义，外汇储备在支持“走出去”等方面的资金运用记账时，会从外汇储备规模内调整至规模外；反之亦然。自 2016 年 7 月以来，外汇储备连续六个月缩水，但并未跌破三万亿关口。其主要原因是：央行在外汇市场的操作、外汇储备投资资产的价格波动，以及由于美元作为外汇储备的计量货币，其他各种货币相对美元的汇率变动可能导致外

^① 中国人民银行货币政策分析小组：《中国货币政策执行报告》，<http://www.pbc.gov.cn>，2017-02-17。

汇储备规模的变化。其中，央行稳定人民币汇率是外汇储备规模下降的最主要原因，人民币贬值预期是上年外汇储备规模继续缩水的重要原因。反过来，外汇储备不断缩水也会相应地加剧贬值预期，形成一种彼此强化的关系。为避免资本外流失控，央行对不符合“实需”原则的跨境资本流动进行监控，同时加强对市场情绪的引导，令市场重建人民币将在中长期基本稳定的信心。从 2017 年 1 月开始，一系列针对个人结售汇监管法规的再次明确，通过限制对外投资和个人购买外汇严格控制资本账户，遏制不合规的个人资本项目下的资金外流，当前人均 50000 美元的年度配额并没有改变。从银行结售汇数据看，2016 年银行累计结汇 9.55 万亿元，售汇 11.8 万亿元，结售汇逆差 2.25 万亿元。从银行代客涉外收款数据看，累计涉外收入 18.55 万亿元，对外付款 20.57 万亿元，涉外收付款逆差 2.02 万亿元。从对外支付能力和债务清偿能力看，目前我国外汇储备规模仍是十分充裕的。从外汇储备满足境内主体跨境投资和消费来看，国家外汇储备的变化本质上反映了我国对外资产持有主体的结构变化，具有积极意义。近年来，随着我国企业和个人经济实力的增强，社会多元化配置资产的需求必然增加，这是一个藏汇于民的过程，未来我国外汇储备仍将围绕合理区间上下波动。鉴于美元资产利率上升以及中美贸易冲突的可能，人民币对美元仍有进一步贬值的风险，资本外流仍然会很高。PPP 项目资产离岸证券化，可以在全球范围内配置资源，分享世界各地经济增长红利，分散投融资风险，总体上有助于我国国际收支基本稳定。

6. PPP 项目资产离岸证券化可以推进人民币国际化进程

我国中央政府频频提及经济新常态，是对我国现阶段经济发展的一个规律性结论。未来经济大发展的增长极已经不多了，城镇化和基础设施建设是一个，但随着经济带的发展成熟，其规模属于可预测范围。另一个重要着力点是人民币国际化。我国过去经济属于追赶经济，美国等发达国家分享了我国经济增长的很多利益。现在，我国经济已经达到新高度，必须实施创新驱动和分享世界经济增长利益的发展战略。世界经济增长利益分享的制度性工具就是人民币国际化机制。人民币国际化是指人民币能够跨越国界，在境外流通，成为国际上普遍认可的计价、结算及储备货币的过程，是一个长期战略。人民币作为支付和结算货币已被许多国家所接受，事实上，人民币在东南亚地区已经成为仅次于美元、欧元、日元的“硬通货”。人民币国际化的首要方向不是欧美，而是东南亚，这些国家自

古就属于大中华文化圈，目前在经济上也普遍落后于我国，具有经济增长利益分享的基础和条件。

人民币国际化是人民币境内外双轨制运行的简称，另一个运行轨道是境外，主要是在香港地区。人民币跨境流通量最大的是香港地区，并且可以通过多种途径自由兑换。更关键的是，与在周边其他国家和地区不同，人民币在香港地区是被用来作为投资的一种储备货币。香港地区可以大力扩大人民币计价的债券市场规模，推进以人民币计价的股票市场，利用香港国际金融中心的优势，不断扩大以人民币计价的金融资产的规模以及交易水平，在香港地区尽快形成与欧元和美元抗衡的人民币金融市场。香港人民币离岸金融中心的建设可以在很大程度上化解外资进入内地以赌人民币升值的压力。同时，以香港离岸金融中心建设为契机，将巨量的 PPP 项目资产通过离岸证券化的方式，推动香港离岸证券化市场建设，可以大大推进人民币国际化进程。

第二节 研究的可行性

一、PPP 项目资产离岸证券化符合国际惯例

我国于 2017 年正式尝试 PPP 项目资产证券化项目，但受会计、税收制度以及法律方面的制约以及信用评级制度和环境的局限，在我国大规模开展资产证券化存在较多不确定性，规模在可控范围。按照国际惯例，资产支持证券的主要需求者是机构投资者，我国机构投资者数量有限、不成熟而且受到法律制约。PPP 项目资产离岸证券化，可以规避国内现有相关法律的限制。面临国内机构投资者数量和资金规模等问题，资产离岸证券化可以利用国际资本市场上大量机构投资者对稳定回报和低风险的要求，吸引足够的投资者，利用资产离岸证券化的方式突破融资环节的制约，有效降低融资成本。面对市场容量高达 8000 亿美元的国际高档证券市场，我国企业目前的信用等级多属于非投资级（BBB 级以下），无法进入国际市场融资。但是，我国 PPP 项目资产一般与当地公共经济紧密联系，具有政府信用，资产素质优良、收入稳定，适合在国际资本市场开展资产证券化